

2018 年 8 月 31 日号

リスクフラッシュ 271 号(第 9 巻 第 6 号)



Risk Flash No.271 (Vol.9 No.6)

発行：滋賀大学経済学部附属リスク研究センター

発行責任者：リスク研究センター長 近藤豊将

- 第 4 回リスク研究センター主催 ファイナンス研究セミナー：吉田裕司・・・Page1-2
- 第 5 回リスク研究センター主催金融セミナー：菊池健太郎・・・・・・・Page3-4
- 国際的学術雑誌に掲載された論文のご紹介：酒井泰弘・・・・・・・Page5-7

第 4 回リスク研究センター主催 ファイナンス研究セミナー Harinder Singh 氏(豪 ディーキン大学 准教授)

日 時：平成 30 年 6 月 19 日(火)16:10～17:10

会 場：滋賀大学 彦根キャンパス セミナー室 I (士魂商才館 3F)

演 題：『Does Refinancing check overinvestment?』

講 師：Harinder Singh 氏(豪 ディーキン大学 准教授)

【講演者紹介】

Harinder Singh 氏(ディーキン大学准教授、Department of Finance)は、インドのデリー大学で Ph.D. を取得後、14 年間母校で教鞭を取り、2004 年からディーキン大学(オーストラリア)に着任されました。Singh 氏の専門分野はファイナンスであり、主に株式市場の実証分析に取り組まれています。滋賀大学とディーキン大学は海外提携校の関係にあり、昨年に続き今年も 6 月下旬に 20 名ほどの学生が海外研修として彦根キャンパスを訪れています。Singh 氏はディーキン大学ファイナンス学部の国際交流の責任者として学生に同行され、昨年に続き今年も最新の研究発表をお願いしました。



【講演内容】

企業の過剰投資の問題は、以前から「株主(shareholder)」と「債権者(debtholder)」の対立として認識されてきた。リスクの高いプロジェクトに過剰投資を行うことは、成功した時の報酬に比例して収益が高くなる株主に有利であるからである。一方で、非対称情報モデルの枠組みからは、企業の過剰投資は「株主(プリンシパル)」と「代表取締役(エージェント)」の問題としても捉えることが出来る。この場合には、新規投資をの資金調達を借りに依存させることで、金融機関の監視(モニタリング)が機能すると考えられている。今回の研究は、このような先行研究を踏まえて、「企業の借り換え(リファイナンス)が近づくと、過剰投資の歯止めになる」のではないかという仮説をデータに基づいて検証するものである。

データに関しては、US Compustat と SDC Dealscan から 1980～2016 年までの米国内企業の会計データと商業融資データを用い、合計で 92,000 データ(年・企業)となる大規模データを準備した。実証分析の枠組みとしては、上記のパネルデータ(多企業の時系列データ)を用いて、過剰投資変数をコントロール変数として企業会計変数を用い、借り換えリスク変数の効果を分析した(以下「変数の説明」を参照)。主要な分析結果として、借り換えリスクの上昇(翌年度に期日の迫った短期負債比率の上昇)に面した企業は、過剰投資を抑制する傾向があることが示された。ただ、この抑制効果は短期的であり、中期的には過剰投資が再過熱することも示された。

【変数の説明】

過剰投資(overinvestment)変数は、二段階のプロセスを経て作成されます。最初に、投資金額を被説明変数として、企業会計変数等を説明変数とする投資関数を推定します。この回帰残差がプラスの場合、通常時よりも投資が大きいことを示します。過剰投資変数は、この残差がプラスの場合に 1 を取り、残差が 0 以下の場合に 0 を取るダミー変数として表されます。

借り換えリスク(refinancing risk)変数は、負債全体に占める短期負債の比率であり、具体的には 1) 満期一年未満の負債/(満期一年未満の負債+長期債務)、2) 短期債務/(短期債務+長期債務)の二種類を用いている。

文責：経済学部ファイナンス学科 教授 吉田裕司

第5回リスク研究センター主催 金融セミナー 家森 信善氏(神戸大学 経済経営研究所 教授)

日 時:平成 30 年 6 月 28 日(木)16:10～17:10

会 場:滋賀大学 彦根キャンパス セミナー室 I (土魂商才館 3F)

演 題:『地方創生にむけた地域金融の課題』

講 師:家森 信善氏(神戸大学 経済経営研究所 教授)

【講演概要】

神戸大学の家森信善先生を講師にお迎えし、「地方創生に向けた地域金融の役割」と題するセミナーが開催されました。先生は、金融システム論がご専門で、政府や地方公共団体の審議会などで多数の委員を務められています。

現在、金融機関、特に地域金融機関は、新たなビジネスモデルの構築に向けて模索を続けております。その背景の 1 つが、貸出業務などの「本業」で稼ぐことが難しい現状にあります。長引く低金利環境が最大の要因であり、また、中長期的にみて、人口減少によって資金需要が低下していくことが見込まれている点も逆風となっています。収益力強化という課題に加え、金融庁が地方創生を後押しするよう地域金融機関に求めている点も、変革を志向する背景として挙げられるでしょう。

家森先生の今回の研究は、地域金融機関の現状と今後の経営課題に、現場の視点から光を当てるものです。具体的には、地域金融機関の支店長にアンケート調査を実施し、支店長の現状認識や問題意識を聞き出すことで、地域金融機関の実態や経営課題を浮き彫りにしようとしております。ここでは、特に興味深い結果を幾つか紹介しましょう。



支店の営業地盤を問う質問では、「他社との金利競争が激しく、貸出金利が低下している」、「貸出金利よりも融資量の確保を優先している」との回答が多数を占めました。また、両回答は正の相関を示しており、金利競争が激しい地域では融資量の確保を優先せざるを得ない経営となっている金融機関が多いことが明らかになりました。

ここ数年、「事業性評価」は、地域金融機関におけるキーワードとして注目されてきました。この用語は、金融機関が、借り手の財務データや担保に過度に依存することなく、事業内容や将来性を評価し融資や助言を行うことを指すものです。今回のアンケートでは、多くの支店長が「事業性評価に取り組んでいる」との認識を示しました。そして、「事業性評価に取り組んでいる」と考えている支店長の多くは、「職員にとってやりがいのある職場になっている」、「優良支店として社内で評価されている」と回答しております。厳しい経営環境の中でも、事業性評価への取り組みが職員の士気の維持・向上に一役買っている可能性が示されました。

人事評価に関する質問では、新規貸出先の獲得や新規先への貸出額が重視されていることが分かりました。一方、ビジネスマッチング（取引先の販路拡大、仕入先拡大、技術面における業務提携、業務効率化などの提案を行うこと）や後継者への事業承継といった、取引先に対するコンサルティング業務については、人事評価では重視されていないと多くの支店長が回答しました。これらは非資金収益源として銀行収益を改善させると注目されておりますが、人事評価に取り込んでいる金融機関は未だ限定的なようです。人事制度改革が経営課題の1つといえるのかもしれません。

今回の研究を迫力あるものにしているのは、そのアンケート回答率の高さです（4割の回収率。同種のアンケートとしては異例の高さ）。このような高回収率を達成できたのは、金融機関関係者からの家森先生に対する信頼感と期待感の強さにあるのではないかと想像します。研究成果をもとに金融機関経営のために有意義な提言を長年行ってきた結果、実務家達から大きな信頼を勝ち得たのでしょう。そして、先生ならば、容易ならざる現在の環境を打破する提言に結び付けてくれるに違いないという期待も強いと思料します。

今回の研究成果を念頭に置きながら、今後、地域金融機関がどのように変わっていくのか、注目していきたいと思います。

文責・経済学部ファイナンス学科 准教授 菊池健太郎

国際的学術雑誌に掲載された論文のご紹介

Liverpool Merchants versus Ohmi Merchants: How and Why They Dealt with Risk and Insurance Differently

—和訳：リヴァプール商人と近江商人：リスク・保険の取扱いの相違を考える—

Asia-Pacific Journal of Regional Science, 2018, Vol. 2, No.1, pp.15-3

滋賀大学名誉教授 酒井 泰弘

【研究背景】

私自身は元来、「日本生まれ、アメリカ育ち」の理論経済学者である。それで若い時には、消費理論・生産理論・一般均衡理論など、数理畑の分野で多くの英語論文を執筆し、海外の研究者との学問交流に意を用いてきた。だが、年齢を重ねてくると、リスク・不確実性・保険など、応用分野のほうに次第に関心が移るようになり、とくに十数年前に滋賀大学に勤務して以来、「近江商人の経済学」が私の研究テーマの一つになってきている。

近江商人の行動原理は、「売り手よし、買い手よし、世間よし」という「三方よし」の標語によって端的に表されている。これは誠に素晴らしい思想であるが、残念ながら、世界に余り知られていないのだ。この憂うべき現状を打開する方策の一つとして、海外の著名な商人と我が近江商人とを比較研究し、両者の異同点を世界に向けて発信することが必要不可欠であろうと信じている。本稿はそういう狙いを秘めた研究成果の一つである。そのタイトルは「リヴァプール商人と近江商人：リスク・保険の取扱いの相違を考える」（和訳）であり、著名なスプリンガー（Springer）社から発行の国際的学術雑誌『Asia-Pacific Journal of Regional Science』に掲載されている。ちなみに、同雑誌は理論・応用・歴史の広い分野にわたる論文投稿を受け付けており、世界の学界において大変注目されつつある。

私が敬愛する故ジョン・ヒックス先生（Sir John Hicks）によれば、「経済学は、科学と歴史との境界域に位置するユニークな学問」である。同先生は晩年において名著



『経済史の理論』(A Theory of Economic History, 1969)を公刊され、「理論と歴史との交流」の必要性を声高に叫ばれていた。拙稿はささやかながら、ヒックス先生の御提唱にお答えする一つの試論である。これからも機会があれば、続論を引き続き執筆し続けたい気持ちで一杯である。

【要 約】

英国北西部の都市リヴァプール(Liverpool)は近年、ジョン・レノンなどのボーカルグループ「ビートルズ」(The Beatles)を生み出した都会として大変有名である。だが、歴史を繙いてみれば、驚くなかれ、それには「恐るべきもう一つの側面」があるのだ。というのは、日本人には恐らく馴染みが薄いだろうが、それは「世界の七つの海」を支配した大英帝国を支えた「奴隷貿易」(slave trade)の拠点港湾都市であったのだ。

詳しく述べると、当時の大西洋地域において、次の三航路から成る「古典的三角貿易」(the classic triangular trade)が、大英帝国の屋台骨を下から支えていた。第一航路は、イギリスのリヴァプールやブリストルから西アフリカの奴隷海岸までを結ぶ「東方航路」(eastward passage)であり、織物や銃器などの工業製品が海上輸送されていた。最重要なのは第二の「中間航路」(middle passage)であり、西アフリカ海岸から大西洋の荒波を横切って、カリブ海地域のジャマイカなどへの航路をカバーしていた。そこで搬送された最重要品目は「捕獲された奴隷」(captured slaves)であり、それには多額の「損害保険」(non-life insurance)が付けられているのが通例だった。第三航路はカリブ海地域から本国イギリスへと戻る「西方航路」(westward passage)であり、それによって銀や銅などの貴金属、砂糖やラム酒などの食料品が調達されていた。

奴隷貿易と損害保険裁判に関係する最大の歴史的事件の一つに、いわゆる「ゾング虐殺事件」(the Zong massacre case)がある。今から 200 年以上も以前の 1781 年に、上述の中間航路を搬送する「奴隷船」が嵐の中で遭難し、搬送中の 440 人の「奴隷品目」が被害に遭い、とくに重症を負った「133 人の奴隷」が船上から海上へと投棄される、という痛ましい事件が発生した。非保険人の輸送会社は、保険人たる保険会社に対して、「奴隷投棄という甚大損害に対する多額の損害賠償」を請求し、ここに熾烈な裁判闘争が繰り広げられた。当裁判は民事裁判の一つとして粛々に行われ、その勝者は輸送会社、その敗者は保険会社であると裁定された。この裁判では、奴隷は「生身の人間」としてよりも、象牙やバナナのごとき「一個の貨物」として取り扱われ、当該貨物に関する保険契約の正当性が問題とされたわけである。

このように、イギリスの三角貿易や保険契約は、あくまで「損得優先」の原理の上に立っており、時には「血も涙もない非情な行為」に走ることもあった。これとは対照的な行動原理を実践するのが、「三方よし」の家訓を尊重する近江商人の姿であった。この近江商人についても、「日本型三角貿易」(the Japanese triangle trade)が成立していたことに注目したい。まず、北海道や青森などの「蝦夷地」と京大阪の「上方」との間を連結する「西方航路」が最も重要な第一航路であった。蝦夷地からは昆布・ニシン・タラなどの海産物が上方に搬送され、その見返り品として上布・着物・薬品などの手工業品が遠く「北の大地」へ運搬された。初期には、若狭なる小浜・敦賀の良港を経由するという「小回りルート」が利用されたものの、それには船上貨物の陸上・湖上への積み下ろしが必要となるため、目減り・品質悪化・盗難行為などの甚大な損害が発生することが判明した。そこで後には、長州の下関経由で瀬戸内海と淀川を利用するという、一見回り道だが、むしろ能率の良い「大回りルート」が愛用された。両ルートの間には、信濃川の河口に位置する新潟港があり、そこには数多くの「北前船」を扱う「廻船問屋」が軒を並べていた。次に、蝦夷地から大消費地の江戸へ南下する「東方航路」が第二航路として存在し、多くの「東前船」が海難の多い海路を往来していた。東前船は北前船と同じく、「北の幸」の輸送に関わり、江戸っ子の食欲を大いに満たした。さらに、黒潮を横切る第三航路として、上方と江戸の間を結ぶ「東西航路」(檣垣廻船や樽前廻船が主役)があり、東海道や中山道などの陸路とともに、旅人の往来を大いに促進した。東から西へは塗り物・着物・畳表など、そして西から東へは絹糸・醤油・紅顔料などが、取引の中心品目であった。

上で述べたように、18世紀イギリスの奴隷貿易においては、近代的な保険制度が既に確立していた。これに対して、同時期の日本の北前船・東前船・樽廻船に関しては、イギリス風の保険システムが未だ十分発達していない。だが、「振分散」という「前期的保険制度」が形成されていたのであり、独自の「世話役合議体」を通じて組合員同士間の「リスクシェアリング」が見事に行われていた。

リスクと保険文化——両者間の関係は複雑で、実に奥深い。未解決の問題が山ほどあり、研究者の好奇心は尽きることがない。我々の精進あるのみである。

掲載論文は、こちらからご覧いただけます。

<https://link.springer.com/article/10.1007/s41685-017-0047-z>

「リスクフラッシュご利用上の注意事項」

本規約は、滋賀大学経済学部附属リスク研究センター（以下、リスク研究センター）が配信する週刊情報誌「リスクフラッシュ」を購読希望される方および購読登録を行った方に適用されるものとします。

【サービスの提供】

1. 本サービスのご利用は無料ですが、ご利用に際しての通信料等は登録者のご負担となります。
2. 登録、登録の変更、配信停止はご自身で行ってください。

【サービスの変更・中止・登録削除】

1. 本サービスは、リスク研究センターの都合により登録者への通知なしに内容の変更・中止、運用の変更や中止を行うことがあります。
2. 電子メールを配信した際、メールアドレスに誤りがある、メールボックスの容量が一杯になっている、登録アドレスが認識できない等の状況にあった場合は、リスク研究センターの判断により、登録者への通知なしに登録を削除できるものとします。

【個人情報等】

1. 滋賀大学では、独立行政法人等の保有する個人情報の保護に関する法律（平成15年5月30日法律第59号）に基づき、「国立大学法人滋賀大学個人情報保護規則」を定め、滋賀大学が保有する個人情報の適正な取扱いを行うための措置を講じています。
2. 本サービスのアクセス情報などを統計的に処理して公表することがあります。

【免責事項】

1. 配信メールが回線上的問題（メールの遅延、消失）等によりお手元に届かなかった場合の再送はいたしません。
2. 登録者が当該の週刊情報誌で得た情報に基づいて被ったいかなる損害については、一切の責任を登録者が負うものとします。
3. リスク研究センターは、登録者が本注意事項に違反した場合、あるいはその恐れがあると判断した場合、登録者へ事前に通告・催告することなく、ただちに登録者の本サービスの利用を終了させることができるものとします。

【著作権】

1. 本週刊情報誌の全文を転送される場合は、許可は不要です。一部を転載・配信、或いは修正・改変して blog 等への掲載を希望される方は、事前に下記へお問い合わせください。

＊尚、最新の本注意事項はリスク研究センターのホームページに掲載いたしますので、随時ご確認願います。

( <https://www.econ.shiga-u.ac.jp/risk/10/2/3/12.html>)

発行：滋賀大学経済学部 附属リスク研究センター

編集委員：近藤豊将、得田雅章、石井利江子、野田昭宏、菊池健太郎

松下京平、井澤龍、清水昌平

事務補佐員：山崎真理

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター事務局（Office Hours:月～金 10:00-17:00）

〒522-8522 滋賀県彦根市馬場 1-1-1 TEL:0749-27-1404 FAX:0749-27-1189

e-mail: risk@biwako.shiga-u.ac.jp

Web page :  <https://www.econ.shiga-u.ac.jp/risk/>